

焦健 刘想/著

国企分红 有效性研究

——基于自由现金流视角

GUOQI FENHONG YOUXIAOXING YANJIU
JIYU ZIYOU XIANJIN LIU SHIJIAO

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

国企分红有效性研究

——基于自由现金流视角

焦健 刘想 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国企分红有效性研究：基于自由现金流视角/焦健，
刘想著. —北京：经济科学出版社，2018. 4

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9257 - 5

I. ①国… II. ①焦…②刘… III. ①国有企业 -
企业利润 - 分配制度 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 086383 号

责任编辑：黄双蓉

责任校对：隗立娜

责任印制：邱 天

国企分红有效性研究

——基于自由现金流视角

焦 健 刘 想 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京鑫海金澳胶印有限公司印装

787 × 1092 16 开 12 印张 200000 字

2018 年 4 月第 1 版 2018 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9257 - 5 定价：39. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)



前 言

国有企业长期以来是我国国民经济的重要支柱，作为国有企业的投资者、作为平等的投资主体，政府有权利享受国有企业的分红收益，而我国国有企业长期以来利润不上缴或利润上缴过低的格局，不仅助长了企业在职消费、过度投资的行为，而且维护并强化了国有企业的垄断地位，导致了巨大的社会福利净损失。学术界关于自由现金流代理成本控制的研究成果为控制国有企业自由现金流代理成本提供了指引，本书将围绕自由现金流来研究国有企业的红利上缴问题，考察国企分红是否可以通过控制企业的自由现金流来抑制代理成本，从而促进企业的可持续增长、提升企业价值。这一问题的解决对于推进国企分红政策、完善公司治理结构、提高企业效率具有重要的理论和现实意义。

首先，本书系统阐述了国企分红、自由现金流与可持续增长、企业价值之间的相关理论基础；其次，基于自由现金流理论和股利代理理论，深入探讨国企分红作为一种股利支付手段，是否能起到抑制由自由现金流引发的代理成本的效果，使用均值回归分析、分位数回归及其条件密度预测法检验了在不同公司治理模式下，国企分红、自由现金流与代理成本之间的关系；再次，结合希金斯（Higgins）的可持续增长模型，深入研究了国企分红对企业价值的影响，如果国企分红可以起到抑制代理成本的作用，那么从长远来看，其是否能够促进企业的可持续增长、提升企业价值，运用面板结构自回归模型对国企分红、自由现金流与可持续增长之间关系进行了深

入研究；最后，提出完善国企分红的政策建议，并对本书内容进行总结和展望。

本书主要的工作及研究结论如下：

第一，从控制国有企业自由现金流的视角研究了国企分红对国有企业代理问题（在职消费和过度投资）的抑制效果。由于我国国有企业特殊的、多层的委托代理关系，国有企业存在着高昂的代理成本，从控制企业的自由现金流角度出发，考察国企分红对于国有企业代理问题的抑制效果，是本书的一个研究重点，为国企分红政策提供了理论和经验支持。研究结果表明，国有企业中普遍存在在职消费和过度投资的现象，相对于民营企业，国有企业的股利支付率偏低；自由现金流对企业在职消费、过度投资均存在明显的正向影响，同时，随着自由现金流的增加，企业在职消费与过度投资的条件密度曲线的位置均呈右移的趋势；现金股利支付干扰了自由现金流对企业在职消费、过度投资的影响，起到了抑制由自由现金流过多而引发的企业在职消费、过度投资问题；企业规模对企业在职消费和过度投资存在明显的促进作用；财务杠杆会对在职消费和过度投资产生抑制作用，但是如果企业的财务杠杆、在职消费和过度投资都处于比较高的水平时，财务杠杆对在职消费和过度投资也就起不到什么抑制作用了。因此，本研究认为提高红利上缴比例将有助于改善资本的使用效率，是现阶段国有企业改革的重点。

第二，将公司治理机制纳入研究框架，从完善公司治理机制的角度考察了国企分红对国有企业代理问题（在职消费和过度投资）的抑制效果。与私企相比，我国国有企业的治理问题更加复杂，代理问题也更严重，而强制分红政策相当于对国有企业代理问题又施加了一层影响，因此，本书引入公司治理机制变量，考察公司治理机制的完善是否能够促进国企分红政策的有效实施。本书广泛考察了有关公司治理的各种影响因素并结合我国国有企业的特征，引入了企业监督机制和激励机制两个方面的相关变量。研究表明，

随着企业监督力度和激励力度的加强，现金股利支付更加规范，现金股利支付的干扰作用得到加强，其对由企业自由现金流过多引发的管理层在职消费、过度投资问题的抑制效果明显增强。由此，本书认为完善公司治理机制可以强化国企分红政策对企业由自由现金流引发的在职消费和过度投资的抑制。

第三，结合希金斯的可持续增长模型，将国企分红、自由现金流与可持续增长纳入同一个框架进行研究。企业在制定股利分配政策时，必须要考虑到企业的可持续增长能力，企业支付的现金股利越多，留存于企业发展的资金就越少，可能会减缓企业的可持续增长速度，然而，企业留存资金越多，可能会导致盲目投资、过度浪费，也不利于企业的可持续增长，由此，本书深入研究了国企分红、自由现金流与可持续增长之间的内在联系。研究结果表明，从短期来看，企业留存充足的自由现金流有助于企业的可持续增长，但长期来看，过多的自由现金流并不利于企业的可持续增长；支付现金股利能够有效降低企业的自由现金流，从短期来看，其对企业的可持续增长会产生一定的抑制作用，但长期来看，其促进了企业的可持续增长；支付现金股利可以促进企业价值的提高，但是影响周期较短；处于可持续增长的企业，支付现金股利对提高企业价值的积极影响作用更加明显。因此，在制定分红政策时，应当从保证国有企业可持续增长的角度出发，根据企业不同的可持续增长率制定不同的分红政策，将固定比例与变动比例相结合，建立可持续的分红比例，该比例应当与企业可持续增长率、企业价值正相关。

目 录

CONTENTS



第一章 绪论 / 1

- 第一节 研究背景与问题的提出 2
- 第二节 研究思路与研究方法 5
- 第三节 研究内容 6

第二章 理论基础与文献综述 / 8

- 第一节 理论基础 8
- 第二节 文献综述 19

第三章 国有企业红利上缴制度变迁 / 31

- 第一节 制度环境变迁对国企红利上缴政策的影响分析 32
- 第二节 国有企业红利上缴的现状分析 35
- 第三节 外国企分红与我国国企分红的比较分析 40

第四章 国企分红、自由现金流与在职消费 / 45

- 第一节 理论分析与研究假设 46
- 第二节 研究设计 48
- 第三节 实证检验 52
- 第四节 稳健性检验 68
- 第五节 本章小结 69

第五章 国企分红、自由现金流与过度投资 / 71

第一节 理论分析与研究假设	72
第二节 研究设计	74
第三节 实证检验	78
第四节 稳健性检验	95
第五节 本章小结	96

第六章 国企分红、治理环境与在职消费 / 98

第一节 理论分析与研究假设	98
第二节 研究设计	101
第三节 实证检验	104
第四节 稳健性检验	111
第五节 本章小结	112

第七章 国企分红、过度投资与企业绩效 / 113

第一节 理论分析与研究假设	113
第二节 研究设计	116
第三节 实证检验	120
第四节 稳健性检验	127
第五节 本章小结	128

第八章 国企分红、自由现金流与可持续增长 / 129

第一节 理论分析与研究假设	130
第二节 研究设计	132
第三节 实证检验	138
第四节 稳健性检验	145
第五节 本章小结	148

第九章 政策建议 / 150

第一节 完善国企分红相关制度	150
----------------------	-----

第二节 规范国企分红管理	157
第十章 总结与展望 / 160	
第一节 研究总结	160
第二节 研究展望	162
参考文献	163
后记	182

第一章

绪 论

自由现金流 (free cash flow) 是指企业的现金在支付了所有净现值 (NPV) 为正的 investment 计划之后所剩余的现金流量。在 20 世纪 60 年代末, 积累了大量自由现金流的美国石油行业开始了积极广泛的投资活动, 然而由于管理者的机会主义行为, 大部分的投资项目都以失败告终, 损失巨大, 股价亦大跌, 基于此, 1986 年, 詹森 (Jensen) 发表了“自由现金流的代理成本、公司财务与收购”一文, 提出了自由现金流代理成本假说, 他认为, 企业在拥有了大量的自由现金流后, 管理者可能会不理智地进行挥霍, 产生高昂的代理成本。此文揭示了自由现金流与代理成本、公司治理之间的关系, 这一理论在现实中国仍然具有重要的指导意义。

股利政策是企业一项重大的财务决策, 其主要是关于企业是否发放股利、发放多少股利以及何时发放股利等方面的方针和策略, 企业永远需要股利政策, 适当的股利政策可以为企业树立良好的形象, 为企业长期稳定的发展提供保障。国企分红是股利^①政策在我国国有企业中的表现形式, 然而长久以来, 国企分红比例低的问题广受社会各界诟病。国有企业长期以来是我国国民经济的重要支柱, 为保护国家经济安全发挥着重要作用。改革开放的 30 多年也是国有企业改革的 30 多年, 国有企业发展取得了巨大的进步, 其盈利能力、竞争力、影响力和控制力等综合素质都在不断增强。2014 年全国国有企业实现利润总额 24765.4 亿元, 同比增长 3.4%; 中央企业实现利润总额 17280.2 亿

^① 股利主要包括有现金股利、股票股利和负债股利等, 由于后几种股利支付方式都不是真正将收益支付给股东, 对企业的资产也不会产生影响, 因此大多的股利研究都不将其视为真正的股利, 本书中所说的股利均指现金股利。

元,同比增长 3.6%;地方国有企业实现利润总额 7485.2 亿元,同比增长 2.8%。尽管如此,老百姓(国有企业的终极股东)却不以为然,甚至怨声载道,认为国家对国有企业放权有余而让利不足,并没有享受到国有企业快速发展的红利,国有企业管理者过度在职消费的现象普遍存在,腐败案例时有发生;盲目扩张,过度投资等问题严重。究其原因,一是国有企业所有者严重缺位,国有企业的所有者是全体人民,但其职能由国家代为行使,国有企业的收益牢牢地被其经营者掌控着,这种多层的代理关系导致国有企业的代理问题严重;二是国有企业的治理机制缺失,没有一个良好的激励和监督机制来促使国有企业的经营者和所有者利益保持一致。因此,要解决国有企业的代理问题,设计一个合理的国企分红方案来控制经营者手中的自由现金流显得尤为重要。

第一节 研究背景与问题的提出

一、研究背景

1. 现实背景

国有企业利润分配制度是我国财政管理的一项重要内容,是国家财政与国企之间分配和处理收益的制度。在计划经济时期,我国国有企业实现的利润全额上交,实行“收支两条线”的方法。虽然国有企业的利润全额上缴,但如果企业需要用钱,政府会拨款补贴。1994年,国有企业的固定资产由以前的国家财政拨款改为向银行贷款,贷款本金和利息由企业自行承担,此外,国有企业承担了许多社会职能,因此,国家停止向国有企业收缴利润。自1998~2005年,我国国有企业所创下的利润不断增加,由年利润 213.7 亿元增加到 9047 亿元,7 年时间里总共增长了 42.3 倍,累计利润超过 4 万亿元。2014 年,我国中央国有资本经营预算收入 1410.91 亿元,完成预算的 98.9%,增长 33.3%。其中,利润收入 1378.57 亿元,股利、股息收入 9.81 亿元,产权转让收入 22.53 亿元。加上 2013 年结转收入 152.19 亿元,收入总量为 1563.1 亿元。随着国有企业收益的不断提高、留存利润的不断增多,2007 年 12 月国

务院颁布了《中央企业国有资本收益收取管理办法》，重新启动了国有企业向国家上缴红利的政策。目前，根据行业性质的不同，规定一般竞争类央企的红利上缴比例是10%，资源类央企上缴比例是15%（从2012年开始，中国烟草总公司的红利上缴比例为20%），军工科研类央企的上缴比例是5%。国有企业的资本性质是全民所有，因此国有企业所产生的红利收益应该也是全民所有。新出台的《中共中央、国务院关于国有企业改革的指导意见》中明确指出：“国有企业属于全民所有，要建立覆盖全部国有企业、分级管理的国有资本经营预算管理制度，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020年提高到30%，更多用于保障和改善民生”。依照国际惯例，上市企业是按税后净利润的30%~40%分红给股东的，而在西方发达国家，国有企业向国家上缴的红利一般都高于这个水平，如法国国有企业红利上缴比例为50%，丹麦、瑞典等国家是60%左右，英国效益比较好的国有企业红利上缴比例甚至能达到70%~80%。诺贝尔经济学奖获得者米德在论述国有企业这个概念时指出，成立国有企业的宗旨就是要构建和谐社会，让全部公民都享受到福利。因此，把石油、电信类国有企业的盈利用来给老百姓分红，贴补老百姓住房、看病等，投入到国计民生最有需求的领域中去，这才是国有企业成立的初衷。而我国国有企业普遍存在“高利润，低股利”的现象，国有企业长期以来利润不上缴或利润上缴过低的格局，不仅助长了企业在职消费、过度投资的行为，而且维护并强化了国有企业的垄断地位，导致了巨大的社会福利净损失。

可持续增长一直是企业非常重要的财务战略，是企业维持生存发展最关键的问题，是企业战略管理的核心目标。相关资料显示，我国中小企业的平均寿命仅为3.5年，大型企业的平均寿命也只有7~8年。如何才能使企业健康长久地发展下去，成为社会各界关注的一个重要课题。国有企业长期以来是我国国民经济的重要支柱，为保护国家经济安全发挥着重要作用。国有企业的可持续增长问题不仅关系到我国国有经济的效率，而且对整个经济改革都会产生深远的影响。因此，从控制企业自由现金流的角度来研究国企分红与国有企业可持续增长的问题具有重大的现实意义。

2. 理论背景

现代企业最主要的特征即所有权和经营权分离，两权分离提高了企业的效率、降低了交易成本，但同时亦引发了代理问题，经营者往往并不追求代表股

东利益的市场价值最大化，他们的行为旨在满足自身价值的最大化，也就导致了诸如过度投资、在职消费等一系列损害股东价值的行为，产生了代理成本。所谓代理成本，是指由于委托人和代理人的目标不一致，代理人有可能会做出不利于委托人的决策，为了防止代理人做出损害自己的行为，需要制定一系列的契约制度以及采取一些措施来监督代理人的行为，为此而付出的代价^[13] (Jensen & Meckling, 1976)。由于各种因素的不确定性，不可能存在一个完备的契约可以从方方面面来防范代理问题，只能通过不断完善公司治理机制来尽可能地降低代理成本，而如何抑制代理问题也是公司治理的核心问题。罗泽夫 (Michael S. Rozeff, 1982)^[2] 最早将股利政策应用于代理成本的控制中，他认为迫使企业支付现金股利，会给经理层带来压力，可以减少经理手中控制的自由现金流的数量，避免将其浪费在非盈利的投资项目上，现金股利可以起到降低代理成本的作用。詹森 (1986)^[1] 通过研究发现现金股利对于控制代理成本十分有效，现金股利的发放加速了企业自由现金流的流出，可以控制代理成本。现代公司治理理论认为，区别于传统意义上的公司治理机制，股利政策（特别是现金股利支付）是另外一种重要的公司治理机制，其可以通过控制企业的自由现金流，缓解代理问题，使得代理成本最小化，进而提升企业价值。但是由于没有法律强制保障，现金股利的支付对于降低经营者代理成本的效力有限，同时现金股利可能成为大股东转移利益的工具，成为“利益输送”的一种手段，现金股利也因此而备受诟病。特别在我国，股利分配政策具有诸多“特点”，如股利支付率低、股利支付连续性差等。那么我国上市公司现金股利的发放是否可以起到抑制代理问题的作用，促进企业的可持续增长，进而提升企业价值？这一问题的解决将有助于规范股利分配政策、完善公司治理结构、提高企业效率，同时也能推动自由现金流理论的进一步发展。学术界关于自由现金流代理成本控制的研究成果为控制国有企业自由现金流代理成本提供了指引，围绕自由现金流来研究国有企业的红利上缴问题，拓展了国有企业公司治理研究的视角和领域。

二、问题的提出

基于上述理论和现实背景的分析可以看出，现金股利支付的根本作用在于控制企业的自由现金流，减少代理成本，提升企业价值。故而本书将围绕自由

现金流来研究国有企业的红利上缴问题，同时将尝试回答以下问题：

(1) 由于我国国有企业特殊的、多层的委托代理关系，国有企业代理问题更加严重，存在着高昂的代理成本，那么，国企分红（股利政策在我国国有企业的表现形式）作为一种现金股利支付手段，是否能够通过对国有企业自由现金流的控制来抑制企业的代理成本（在职消费和过度投资）？

(2) 企业在制定股利分配政策时，必须要考虑到企业的可持续增长能力，企业支付的现金股利越多，留存于企业发展的资金就越少，可能会减缓企业的可持续增长速度，然而，企业留存资金越多，可能会导致盲目投资、过度浪费，也不利于企业的可持续增长，那么，国企分红究竟会对企业价值产生怎样的影响，其通过支付现金股利控制了企业的自由现金流，从长远来看，这种做法是否能够促进企业的可持续增长，进而提升企业的价值？

针对以上问题，本书将从股利理论、自由现金流理论和可持续增长理论入手，结合国内外经典文献，通过理论和实证相结合的方式解答分析。

第二节 研究思路与研究方法

一、研究思路

本书从国有企业代理问题出发，以股利代理理论、自由现金流理论和可持续增长理论为基础，研究国企分红作为一种现金股利支付手段，是否能够通过对国有企业自由现金流的控制起到抑制代理成本的作用，如果国企分红可以起到抑制代理成本的作用，那么国企分红究竟会对企业价值产生怎样的影响，从长远来看，其是否能够促进企业的可持续增长，进而提升企业的价值。围绕这两个问题，对国内外相关文献进行了归纳和梳理，并对国有企业红利上缴的制度背景进行研究，探讨国有企业红利上缴的政策选择，同时，对国外国企分红做得比较好的几个国家进行分析研究，为我国国有企业红利上缴做参考。接下来，对本书提出的两个问题进行了实证研究，首先，使用均值回归、分位数回归及其条件密度预测法对国企分红、自由现金流与在职消费、过度投资之间的关系进行研究，目的是考察国企分红是否能够通过对企业的自由现金流的控制

来缓解代理问题、降低代理成本，一方面，借助过度投资和在职消费的红线，研究国有企业现金股利分配和企业绩效之间的关系；另一方面，纳入公司治理因素和治理环境因素，深入解释分析其在国企分红与代理成本之间所扮演的角色。其次，运用面板结构自回归模型（PSVAR）实证检验了股利支付、可持续增长、企业价值与自由现金流量四者之间的关系，目的是考察国企分红对企业价值的影响，如果国企分红可以起到抑制代理成本的作用，从长远来看，其是否能够促进企业的可持续增长，进而提升企业的价值。最后，在理论分析和实证检验的基础上，提出关于国企分红的政策建议，并对全书进行总结与展望。

二、研究方法

本书考察国企分红、自由现金流和可持续增长的相关问题，为了保证研究的科学合理性，主要采用了以下几种研究方法：（1）文献分析法。总结梳理了国企分红、自由现金流和可持续增长相关的理论与文献，对本书的研究进行了深入的理论分析，进而提出本书所要研究的问题。（2）统计分析法。首先使用均值回归、分位数回归及其条件密度预测法对国企分红、自由现金流与代理成本（在职消费和过度投资）之间的关系进行了研究，考察国企分红是否能够通过对企业的自由现金流的控制来缓解代理问题、降低代理成本，接着运用面板结构自回归模型（PSVAR）对自由现金流、国企分红、可持续增长与企业价值四者之间的关系进行了研究，考察国企分红是否能够通过企业的自由现金流来缓解代理问题，促进企业的可持续增长，进一步提升企业价值。（3）归纳分析法。在文献分析和统计分析的基础上，对国企分红、自由现金流、代理成本和企业可持续增长的研究结论进行归纳总结。

第三节 研究内容

第一章，绪论。首先基于本书的研究背景，明确本书的研究意义、研究目的；其次介绍本书的研究思路与研究方法；最后概述本书的研究内容并提出研究框架。

第二章，理论基础与文献综述。本章首先介绍相关的理论，主要包括股利

理论、两权分离理论、委托代理理论、代理成本理论、自由现金流理论和可持续增长理论；其次对国内外关于国企分红、自由现金流和可持续增长的相关文献进行了梳理和归纳。

第三章，国有企业红利上缴制度变迁。首先介绍了国有企业红利上缴形成的制度背景分析；其次介绍了我国国有企业红利上缴的现状；最后将外国企分红与我国国企分红进行了比较分析，希望可以汲取一些有价值的因素。

第四章，国企分红、自由现金流与在职消费。以委托代理理论为基础，研究我国国有企业中自由现金流与在职消费的关系、检验国企分红是否能够通过控制企业的自由现金流来抑制在职消费、降低代理成本，并进一步考察在公司治理的监督机制和激励机制的影响下这两种关系的变化情况。

第五章，国企分红、自由现金流与过度投资。以委托代理理论为基础，研究我国国有企业中自由现金流与过度投资的关系、检验国企分红是否能够通过控制企业的自由现金流来抑制过度投资、降低代理成本，并进一步考察在公司治理的监督机制和激励机制的影响下这两种关系的变化情况。

第六章，国企分红、治理环境与在职消费。以委托代理理论为基础，将在职消费作为代理成本的一项替代变量来分析国企的收益分配政策，探讨如何通过收益分配政策来抑制管理层代理动机，并分析治理环境因素在其中所起的作用。

第七章，国企分红、过度投资与企业绩效。以委托代理理论为基础，借助于过度投资的红线，研究国有企业现金股利分配和企业绩效的关系。

第八章，国企分红、自由现金流与可持续增长。运用面板结构自回归模型(PSVAR)，从企业可持续增长的角度来探讨国企分红是否更有利于科学地提升企业价值。

第九章，政策建议。以委托代理理论为基础，使用分位数回归模型实证检验在不同的公司治理模式下，股利政策、自由现金流与代理成本（在职消费与过度投资）的关系，并分析得出结果。

第十章，总结与展望。对前面的实证分析结果进行总结，并据此提出相应的政策建议。

第二章

理论基础与文献综述

本章首先介绍了与本研究相关的一些理论，主要包括股利理论、两权分离理论、委托代理理论、代理成本理论、自由现金流理论和可持续增长理论。更进一步，本章还介绍了与本研究相关的文献综述，主要包括股利政策和国企分红、自由现金流代理成本及其控制、国企分红与企业价值、国企分红与可持续增长等的国内外相关文献，试图通过相关理论阐述与文献回顾，系统梳理国企分红与自由现金流的相关研究成果，厘清相关概念与关系，为后续章节的研究打下基础。

第一节 理论基础

所有权与控制权两权分离是现代企业最主要的特征，代理问题亦由此而生。本书主要是基于自由现金流的视角来研究国企分红对代理问题的抑制作用。关于自由现金流的研究，主要是基于詹森的研究，并逐步发展形成了自由现金流理论，而詹森研究自由现金流的理论基础就是委托代理理论，他认为，大量的自由现金流存在于企业会加重企业由于两权分离而导致的代理问题。股利代理理论认为通过支付现金股利可以减少企业的自由现金流，进而抑制企业的代理问题、提升企业价值。

一、股利理论

股利政策是指上市公司是否发放股利、发放何种股利、发放多少股利及在